

УДК 69:657.922

Т.В. Момот, І.М. Писаревський, А.І. Чудопал

*Харківський національний університет міського господарства ім. О.М. Бекетова, Харків***ІНФОРМАЦІЙНО-АНАЛІТИЧНА БАЗА ЕКСПРЕС-ОЦІНЮВАННЯ ВАРТОСТІ АКЦІОНЕРНИХ ТОВАРИСТВ БУДІВЕЛЬНОЇ ГАЛУЗІ В УМОВАХ ОБМЕЖЕНОЇ МОБІЛЬНОСТІ КОРПОРАТИВНИХ ПРАВ НА РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ**

Удосконалено алгоритм оцінки ринкової вартості акціонерних товариств будівельної галузі із застосуванням інструментів порівняльного підходу. Побудовано трифакторну модель експрес-оцінки ринкової вартості акцій акціонерних товариств будівельної галузі на основі ключових цінових і нецінових мультиплікаторів за даними звітності підприємств-аналогів.

Ключові слова: *ринкова вартість, вартісно-орієнтоване управління, оцінка бізнесу, цінові мультиплікатори, алгоритм реалізації порівняльного підходу до оцінки ринкової вартості.*

Постановка проблеми

В умовах інтеграції української фінансової системи у світовий та європейський фінансово-економічний простір орієнтація оцінки бізнесу та використання інструментів порівняльного підходу набуває актуальності.

В умовах відсутності ефективного ринку капіталів в Україні ускладнюється отримання інформації про ринковий (біржовий) курс корпоративних прав особливо для підприємств акції яких характеризуються низькою мобільністю на ринку цінних паперів.

Відсутність обґрунтованих досліджень відповідно до використання системи цінових та нецінових мультиплікаторів для акціонерних товариств будівельної галузі призводить до можливості маніпулювань з ринковою вартістю підприємств-емітентів, акції яких розміщуються переважно по закритій підписці серед колишніх власників [1,2,6]. У більшості випадків головним завданням органів корпоративного управління залишається збереження контролю над компанією і приватності основної діяльності акціонерного товариства.

Порівняльний підхід дає можливість швидко і достовірно визначити ринкову вартість бізнесу відповідно до представлених на вільних ринках об'єктів-аналогів, базуючись на основному принципі оцінки, за яким схожі економічні інтереси (вигоди) повинні оцінюватися приблизно однаково. Проте, проблемним є отримання інформації щодо ринкової вартості цінних паперів акціонерних товариств будівельної галузі, а угоди з продажу акцій є фрагментарними та не дозволяють створити сучасну інформаційно-аналітичну базу оцінки.

Аналіз останніх досліджень і публікацій

Питанням оцінки ринкової вартості бізнесу присвячені дослідження таких зарубіжних та вітчизняних вчених: А. Дамодарана, А.О. Єпіфанова, Т. Коллера, Т. Коупленда, С.В. Леонова, О.Г. Мендрула, М. Міллера, Ф. Модільяні, Дж. Мурріна, Л.В. Сорокіної, Й. Хабера, В.О. Щербакова, О.О. Щербакової та ін. В наукових працях вчених розроблено підходи до оцінки ринкової вартості акціонерних товариств та вдосконалено теоретико-методичні засади впровадження вартісно-орієнтованого управління діяльністю підприємств будівельної галузі, що розглядаються в роботах А.Є. Ачкасова, В.М. Бабаєва, П.Т. Бубенка, О.В. Васильєва, С.В. Вожик, О.В. Димченко, А.О. Дубовик, К.В. Жижка, Є.О. Зенченко, А.В. Зубенко, М.В. Кадничанського, Л.Г. Ловінської, О.Г. Мендрула, Т.В. Момот, Г.В. Назарової, В.П. Ніколаєва, М.Н. Новікової, В.М. Олейко, І.М. Писаревського, Д.В. Поповича, Л.А. Свистун, В.І. Сергієнка, Н.В. Тертичної, В.І. Торкатюка, Н.В. Чебанової, Г.М. Шаповал, Л.В. Шляпникова, Л.М. Шутенка.

Проте у вітчизняних наукових дослідженнях практично відсутні системні розробки з визначення ринкової вартості акціонерних товариств будівельної галузі із застосуванням інструментів порівняльного підходу, що ускладнює застосування експрес-оцінювання в умовах обмеженої мобільності корпоративних прав на ринку цінних паперів.

Аналіз сучасних досліджень оцінки бізнесу з використанням інструментів порівняльного підходу дозволив виокремити невирішені питання: неоднозначність у трактуванні принципів оцінки бізнесу; недосконалість законодавчого обґрунтування об'єктів оцінки;

необґрунтованість підходів до відбору об'єктів-аналогів у методах оцінки порівняльним підходом, відсутність теоретичного обґрунтування застосування окремих цінних мультиплікаторів, що призводить до відхилень вартості бізнесу.

Існуючі методики експрес-оцінювання ринкової вартості бізнесу характеризуються вузькою специфікою для конкретних галузей, обмежені у використанні для прийняття інвестиційних рішень на ринку капіталу.

Значення й актуальність дослідження вказаних питань для вітчизняних акціонерних товариств будівельної галузі обумовили необхідність та визначили мету, завдання та зміст дослідження [4].

Виклад основного матеріалу

Застосування інструментів порівняльного підходу для оцінки вартості акціонерних товариств базується на використанні двох типів інформації: (1) ринкова (цінова) інформація; (2) фінансова інформація [3,5]. Доведено, що ринкова інформація про акціонерні товариства будівельної галузі має

фрагментарний та несистемний характер, що значно ускладнює застосування інструментів порівняльного підходу для оцінки вартості бізнесу. Як наслідок, виникає потреба в формуванні інформаційно-аналітичного забезпечення вартісно-орієнтованого управління із використанням експрес-методів оцінювання.

На базі систематизації існуючих досліджень інформаційно-аналітичне забезпечення оцінки ринкової вартості акціонерних товариств будівельної галузі із використанням інструментів порівняльного підходу розглядається як комплексна система формування, збору, аналітико-синтетичної обробки, накопичення й передачі обґрунтованої та релевантної ринкової та фінансової інформації, сформованої з використанням вартісно-орієнтованих технологій порівняльного підходу, які дозволяють здійснити експрес-оцінку ринкової вартості акціонерних товариств будівельної галузі та сприяють прийняттю стратегічно важливих корпоративних рішень (рис. 1).

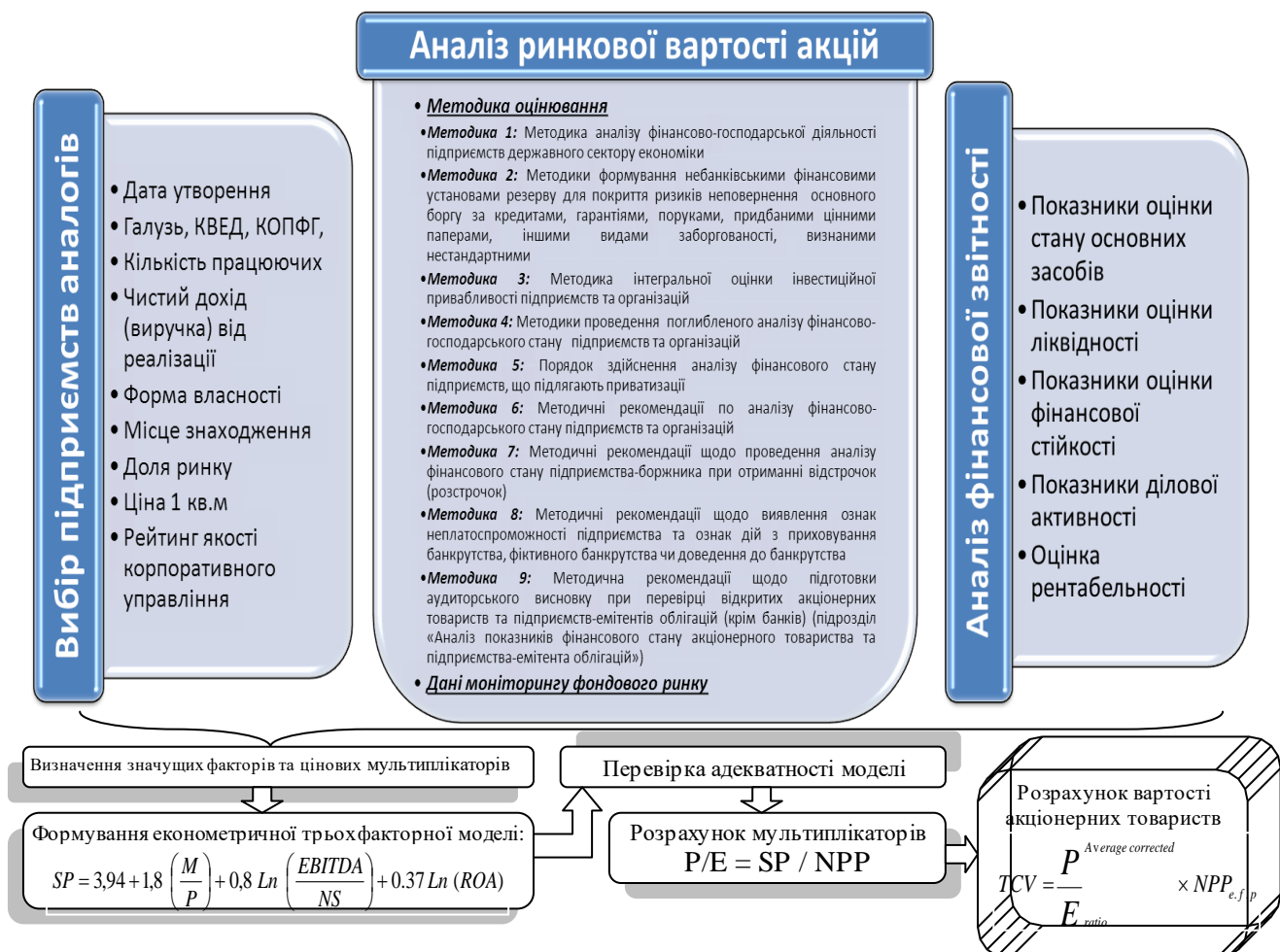


Рис.1 Інформаційно-аналітичне забезпечення оцінки вартості акціонерних товариств будівельної галузі

На наступному етапі із використанням регресійного аналізу побудовано економетричну трифакторну нелінійну динамічну модель залежності ринкової вартості акцій акціонерних товариств будівельної галузі від таких цінових мультиплікаторів як: «чистий дохід на акцію», «рентабельність активів», та нецінового мультиплікатора «введені в експлуатацію метри квадратні житла на одного працюючого».

Отримана економетрична модель має вигляд:

$$SP = 3,94 + 1,8 \left(\frac{M}{P} \right) + 0,8 \ln \left(\frac{EBITDA}{NS} \right) + 0,37 \ln (ROA) \quad (1)$$

де SP - ринкова вартість акцій;

M – тис. кв. метрів введеного в експлуатацію житла;

P – середньооблікова чисельність працюючих;

EBITDA – чистий дохід (виручка) від реалізації будівельних робіт, тис. грн.;

NS – кількість акцій;

ROA – рентабельність активів.

Перевірка моделі на адекватність за коефіцієнтом множинної кореляції $r = 0,86$ та детермінації $R^2 = 0,82$ свідчить про адекватність відібраних незалежних змінних відносно результуючого показника. Розрахунковий F-критерій Фішера та значення критерію Стюдента перевищують їх критичні величини.

Запропонована модель дозволяє здійснити експрес-оцінку ринкової вартості акціонерних товариств будівельної галузі основним видом діяльності яких згідно з КВЕД 41.20 є будівництво житлових і нежитлових будівель.

Підсумкова величина вартості власного капіталу, що отримана в результаті застосування розробленої трьохфакторної моделі, повинна бути скоригована відповідно до конкретних умов оцінки

бізнесу. Найбільш типовими є наступні поправки: можливе застосування знижки на низьку ліквідність; в деяких випадках вноситься поправка у вигляді премії за надавання інвестору корпоративного контролю (для оцінки контрольної частки власного капіталу); якщо в процесі фінансового аналізу виявлено або недостатність власного оборотного капіталу, або екстрена потреба в капітальних вкладеннях, отриману величину необхідно відняти тощо.

Для кожної прибуткової компанії здійснено розрахунок мультиплікатора ціна акції до чистого прибутку на акцію (P/E) за формулою:

$$P/E = SP / NPP \quad (2)$$

де: NPP – чистий прибуток на акцію. Особлива увага приділяється компаніям з P / E коефіцієнтом істотно вище або нижче, ніж середнє значення P/E показника у групі.

Ринкова капіталізація акціонерного товариства розраховується з врахуванням вартості довгострокових зобов'язань за формулою:

$$MC = (NS * SP) + CLDebt \quad (3)$$

де MC – ринкова капіталізація;

CLDebt – вартість довгострокових зобов'язань.

Результати апробації запропонованого методичного підходу до оцінки ринкової вартості акціонерних товариств будівельної галузі із застосуванням інструментів порівняльного підходу наведено у табл. 1.

Проведені розрахунки дозволили отримати середньогалузеве значення мультиплікатора P/E для акціонерних товариств будівельної галузі, що здійснюють будівництво житлових і нежитлових будівель, що складає 3,49.

Таблиця 1

Порівняльна оцінка ринкової капіталізації акціонерних товариств будівельної галузі станом на початок 2015 р.*

Акціонерні товариства будівельної галузі	Ринкова вартість акції SP, грн.	Чистий прибуток на акцію (NPP), грн.	Кількість акцій	P/E	Довгострокові зобов'язання CLDebt, грн.	Ринкова капіталізація MC, грн.
ПрАТ «Житомирбуд»	17,19	6,14	540 837	2,8	489 361 106,53	498 658 094,56
АТ «Трест Житлобуд-1»	12,7	4,10	20 013 920	3,09	10 474 980,28	264 651 764,28
ТДВ «Житлобуд-2»	22,98	3,90	826 370	5,89	8 826 890,36	27 816 872,96
ПАТ «Кримбуд»	1,29	5,99	8 514 091	0,22	20 205 531,87	31 188 709,26
ПАТ «Полтавський домобудівельний комбінат»	6,11	4,01	4 103 929	1,52	316 271,84	25 391 278,03
ПАТ «Прикарпатбуд»	22,67	4,88	12 500	4,65	371 090,95	654 465,95
ПрАТ «Спецбудмонтаж»	3,09	4,40	214 000	0,70	257 805,05	919 065,05
ПАТ «Сумжитлобуд»	10,36	2,08	35 892	4,97	2 651 285,85	3 023 126,97
АТ «Яворівбуд»	17,89	2,37	202 533	7,55	7 638 871,92	11 262 187,29
Середньогалузеве значення				3,49		

Примітка: * розраховано на основі фінансової та статистичної звітності

Отримане середньогалузеве співвідношення Р/Е дозволяє здійснити експрес-оцінку ринкової вартості акцій компанії-аналога у перспективному періоді за формулою:

$$TCV = \frac{P^{Average\ corrected}}{E^{ratio}} \times NPP_{e.f.p} \quad (4)$$

де: TCV – майбутня ринкова вартість акцій компанії-аналога, грн.;

$\frac{P^{Average\ corrected}}{E^{ratio}}$ – середньогалузеве значення Р/Е;

$NPP_{e.f.p}$ – чистий прибуток на акцію у перспективному періоді за даними прогнозування, грн.

Приведення майбутньої ринкової вартості акцій компаній аналогів до теперішнього часу здійснюється із застосуванням дисконтування.

За результатами проведених розрахунків на прикладі ПАТ «Трест Житлобуд - 1» здійснено перевірку отриманих результатів із застосуванням інших методів оцінки. Отримані результати доводять адекватність розробленої системи оцінки із використанням інструментів порівняльного підходу. Таким чином, за результатами досліджень базових концепцій аналізу та класичних теорій ціноутворення на ринку акціонерного капіталу встановлено, що методи порівняльного підходу до оцінки ринкової вартості акцій акціонерних товариств ґрунтуються на теорії внутрішньої вартості акцій, яка визначається рівнем ризику й доходності цінного папера та характеристиками емітента (величина активів, доходів, якості корпоративного управління та ін.).

Встановлено найбільш поширені цінові мультиплікатори, що застосовуються у методах оцінки бізнесу із використанням інструментів порівняльного підходу закордонними та вітчизняними оцінювачами – P/S (відношення ринкової капіталізації до виручки підприємства), Р/Е (відношення ринкової капіталізації до прибутку підприємства), МСup/BV (відношення ринкової капіталізації до балансової вартості власного капіталу), EV/S (відношення вартості підприємства до виручки), EV/EBITDA (відношення вартості підприємства до прибутку до сплати процентів, податків та нарахування амортизації), EV/EBIT (відношення вартості підприємства до прибутку до сплати процентів і податків), EV/A (відношення вартості підприємства до величини його активів), EV/IC (відношення вартості підприємства до величини інвестованого капіталу).

Висновки

Розроблена економетрична трьохфакторна нелінійна динамічна модель експрес-оцінки ринкової вартості акцій акціонерних товариств будівельної галузі на основі ключових цінових та нецінових мультиплікаторів дозволяє формалізувати залежність ринкової вартості акцій акціонерних товариств будівельної галузі від врахованих факторів впливу.

Обґрунтовано взаємозв'язок інструментів оцінки ринкової вартості акцій з індикаторами ринку цінних паперів в якості цінових мультиплікаторів, які одночасно виступають інструментами методів порівняльного підходу до оцінки вартості бізнесу та індикаторами переоцінки чи недооцінки вартості підприємства фондовим ринком (індивідуальними індикаторами ринку цінних паперів).

Розроблено рекомендації з удосконалення системи інформаційно-аналітичного забезпечення оцінки ринкової вартості акціонерних товариств будівельної галузі із застосуванням інструментів порівняльного підходу, що базується на комплексному підході, який дозволяє врахувати вплив таких факторів, як ризик, можливість економічного зростання підприємства, інфляцію та потенціал економічної стійкості підприємства.

Література

1. Дамодаран А. *Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов* / А. Дамодаран. ; пер. с англ. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2004. – 1342 с.
2. Джон Д. Мартин *VBM– управление, основанное на стоимости. Корпоративный ответ революции акционеров* / Джон Д. Мартин, Дж. Вильям Петти. – Баланс Бизнес Букс, 2006. – 256 с.
3. Момот Т. В. *Оцінка вартості бізнесу: сучасні технології* / Т. В. Момот. – Х.: Фактор, 2007. – 224 с.
4. Свистун Л. А. *Теоретико-методичні основи запровадження системи вартісно-орієнтованого фінансового управління підприємством* // *Розвиток фінансового ринку в Україні: проблеми та перспективи: колективна монографія* / під ред. д.е.н., професора Птащенко Л. О. – Полтава: ПолтНТУ, 2013. – с. 287-305.
5. Шаповал Г. М. *Формування інформаційно-аналітичного забезпечення системи вартісно-орієнтованого корпоративного управління в будівництві: імплементація сучасних фінансових інструментів кол. монографія* / Г. М. Шаповал; за ред. Т. В. Момот. – Х.: Форт, 2012. – 243 с.
6. Щербаков В. А. *Оценка стоимости предприятия (бизнеса)* / В. А. Щербаков, Н. А. Щербакова. – М.: Омега-Л, 2007. – 286 с.

Reference

1. Damodaran, A. (2004). *Investitsionnaja otsenka. Instrumenty i tehnika otsenki lyubyyh aktivov. Per. s angl. - Moscow: Alpina Business Books. – 1342 p.*
2. Martin, J.D., Petty, J.W. (2006). *VBM- upravlenie, osnovannoe na stoimosti. Korporativnyy otvet revoliutsii aktsioneriv. Balance Business Books. 256 p.*
3. Momot, T.V. (2007). *Business evaluation: Modern Technology. Factor. Harkiv. 224 p.*
4. Svystun, L.A. (2013) *Teoretyko-metodychni osnovy zaprovadzenia systemy vartisno-orientovanogo finansovogo upravlinnia pidpryemstvom. Rozvytok finansovogo rynku v Ukraini: Problemy ta perspektyvy/ Collective monograph, Ed. Prof. Ptashchenko L.O. Poltava: PoltNTU. p. 287-305.*
5. Shapoval, G.M. (2012). *Formuvannia informatsiyno-analitychnogo zabezpechennia systemy vartisno-orientovanogo korporativnogo upravlinnia v budivnytstvi: implementatsia suchasnyh finansovyh*

instrumentiv. Collective monograph. Ed. T. Momot. Harkiv: Fort. 243 p.

6. Shcherbakov, V.A. (2007). *Otsenka stoimosti predpriatia (biznesa). M.: Omega-L. 286 p.*

Автор: МОМОТ Тетяна Валеріївна

Харківський національний університет міського господарства імені О.М. Бекетова, професор, доктор економічних наук.

Email: tvmomot@gmail.com

Автор: ПИСАРЕВСЬКИЙ Ілля Матвійович

Харківський національний університет міського господарства імені О.М. Бекетова, професор, доктор економічних наук.

Автор: ЧУДОПАЛ Анна Іванівна

Харківський національний університет міського господарства ім. О.М. Бекетова, асистент кафедри фінансово-економічної безпеки, обліку і аудиту.

Email: annchydo@yandex.ru

ИНФОРМАЦИОННО-АНАЛИТИЧЕСКАЯ БАЗА ЭКСПРЕСС-ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ АКЦИОНЕРНЫХ ОБЩЕСТВ СТРОИТЕЛЬНОЙ ОТРАСЛИ В УСЛОВИЯХ ОГРАНИЧЕННОЙ МОБИЛЬНОСТИ КОРПОРАТИВНЫХ ПРАВ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

Т.В. Момот, И.М. Писаревский, А.И.Чудопал

Харьковский национальный университет городского хозяйства им. О.М. Бекетова, Харьков

Осуществлен структурно-содержательный анализ понятийной базы и нормативно-правового обеспечения оценочной деятельности акционерных обществ строительной отрасли. Определены организационно-экономические основы к отбору информации в процессе осуществления оценки бизнеса объектов-аналогов на основе критериев с учетом отраслевой специфики строительного бизнеса. Сформирована база данных для проведения анализа динамики ценовых и неценовых мультипликаторов акционерных обществ строительной отрасли Украины. Усовершенствован алгоритм оценки рыночной стоимости акций акционерных обществ строительной отрасли с применением инструментов сравнительного подхода.

Ключевые слова: рыночная стоимость, стоимостные-ориентированное управление, оценка бизнеса, ценовые мультипликаторы, алгоритм реализации сравнительного подхода к оценке рыночной стоимости.

INFORMATION AND ANALYTICAL FRAMEWORK FOR EXPRESS EVALUATION OF STOCK COMPANIES' VALUE IN CONSTRUCTION INDUSTRY UNDER LIMITED MOBILITY OF CORPORATE RIGHTS ON THE STOCK MARKET

T. Momot, I. Pisarevskii, I. Chudopal

O.M. Beketov National University of Urban Economy, Kharkiv

Structural and content analysis of the conceptual framework and the regulatory and legislative support of the joint stock companies' evaluation in the construction industry was conducted. Organizational and economic basis for the information selection in the process of evaluation of objects-analogues business on the basis of criteria that take into account specific characteristics of construction industry was defined. A database for the analysis of the dynamics of price and non-price multiples of joint stock companies of the construction industry of Ukraine was developed and on its base a three factor model of express evaluation of the market value of shares of the construction industry was designed. Average branch level of P/E relation for construction joint-stock companies', which allows performing of express assessment of enterprises-analogues' shares market value in perspective period, and indentifying overestimation and underestimation of corporate rights, was achieved. An algorithm for evaluating the market value of shares of joint stock companies of the construction industry was improved with the use of a comparative approach instruments.

Keywords: market value, value-based management, business valuation, price multipliers, algorithm of comparative approach usage for assessing business value.